



УДК 347.457.1  
ББК 65.272.21

## ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПАЙ КАК УДОСТОВЕРЕНИЕ ПРАВА НА СОБСТВЕННУЮ ДОЛЮ ИМУЩЕСТВА В ФОНДЕ

**Гончаров Александр Иванович**

Доктор юридических наук, доктор экономических наук,  
профессор кафедры конституционного и муниципального права,  
кафедры гражданского и международного частного права,  
Волгоградского государственного университета, базовой кафедры ЮНЦ РАН  
goncharova.sofia@gmail.com, kmp@volsu.ru, gpigp@volsu.ru  
просп. Университетский, 100, 400062 г. Волгоград, Российская Федерация

**Аннотация.** Автор исследует паевой инвестиционный фонд и его пай, регламентируемый действующим российским законодательством в качестве бездокументарной ценной бумаги. Паевой инвестиционный фонд как технология профессионального доверительного управления объединенными денежными средствами (имуществом) коллектива инвесторов развивается в России довольно интенсивно. Паевой инвестиционный фонд – это обособленный комплекс имущества, которое передано в доверительное управление управляющей компании пайщиками – учредителями доверительного управления (в этот комплекс входит и прирост имущества, полученный в процессе такого управления). Каждый пайщик соглашается на объединение в единый фонд вкладываемых денег (имущества) с имуществом (деньгами) других учредителей доверительного управления. Право на долю собственности в таком фонде удостоверяется ценной бумагой, которая называется инвестиционным паем и выдается управляющей компанией.

Инвестиционный пай закрепляет право на долю в общей, нераздельной собственности имущества фонда и одновременно удостоверяет обязательственно-финансовую связь с управляющей компанией, которой доверено управлять имуществом. Инвестиционный пай не относится к эмиссионным ценным бумагам, он выдается самой управляющей компанией, причем данная компания может быть заменена, чего никогда не бывает с эмитентами других бумаг. При этом, в отличие от других бумаг, инвестиционный пай вообще не предполагает наличия должника, пай не опосредует какой-то эквивалент в имуществе должника, который можно взыскать в погашение долга, он отражает только долю в имуществе фонда. В качестве компенсации за приобретенный инвестиционный пай его владелец в соразмерной части обладает правом общей собственности на имущественный комплекс.

**Ключевые слова:** бездокументарные ценные бумаги, управляющий, пайщик, обязательственные права, имущественный комплекс, доля собственности фонда.

Предприимчивые лица, желая вложить свои деньги в хозяйственную деятельность, причем сконцентрировать для таких вложений крупную сумму, могут объединить свои капиталы в общий фонд. Эти лица изначально

не предполагают заниматься каким-то конкретным коммерческим делом: производить товары, выполнять работы, оказывать услуги, работая в составе одной коммерческой организации. Как инвесторов их интересует

только получение прибыли на вложенный капитал, поэтому из общего фонда деньги будут вкладываться в ценные бумаги и другое имущество, чтобы со временем продавать дороже то, что раньше было приобретено дешевле, и зарабатывать ту самую прибыль.

Инвесторам, объединившим свои капиталы в общий фонд, довольно трудно самостоятельно решать вопросы о том, на какие именно ценные бумаги и имущество, когда именно тратить деньги из фонда, в какие моменты продавать имеющиеся активы, чтобы это было выгодно. Принятие таких решений требует очень высокой квалификации и практического опыта. Во избежание ошибок и финансовых потерь инвесторы могут доверить управление их фондом профессионалам, которые хорошо известны и положительно рекомендовали себя за многие годы такой деятельности.

Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 12.03.2014) «Об инвестиционных фондах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2014) регламентирует акционерный и паевой инвестиционный фонды [5]. Акционерный инвестиционный фонд действует как стандартное акционерное общество, привлекая денежные средства акционеров в обмен на свои обыкновенные акции. Сконцентрированные таким образом деньги вкладываются в различные активы с целью их последующей перепродажи.

В акционерном фонде проблема принятия инвестиционных решений, в конечном счете, ложится на плечи самих акционеров, которые изначально признаются квалифицированными инвесторами, они сами должны назначать высших руководителей акционерного общества, ставить им определенные задачи, обеспечивать контроль исполнения, постоянно участвовать в управлении своим акционерным обществом [1]. Права акционеров удостоверяются обыкновенными именными акциями, количество которых прямо пропорционально вложенному в фонд капиталу. Существенным отличием акционерного инвестиционного фонда от стандартного акционерного общества является его узкая специализация, ему разрешается заниматься только инвестиционной деятельностью. Данный предмет его деятельности конкретизируется в инвестиционной декларации. Согласно ст. 6 Федераль-

ного закона [5] инвестиционная декларация, а также все изменения или дополнения к ней в 10-дневный срок со дня утверждения представляются в Банк России.

Паевой инвестиционный фонд именно как технология профессионального доверительного управления объединенными денежными средствами (имуществом) коллектива инвесторов развивается в нашей стране весьма интенсивно. Паевой инвестиционный фонд – это обособленный комплекс имущества, которое передано в доверительное управление управляющей компании пайщиками – учредителями доверительного управления (в этот комплекс входит и прирост имущества, полученный в процессе такого управления). Каждый пайщик соглашается на объединение в единый фонд вкладываемых денег (имущества) с имуществом (деньгами) других учредителей доверительного управления. Право на долю собственности в таком фонде удостоверяется ценной бумагой, которая называется инвестиционным паем и выдается управляющей компанией.

Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, у него нет работников, как в обычной организации, всеми делами руководит управляющая компания. Она инвестирует деньги фонда в различные активы, прежде всего ценные бумаги, затем в определенные моменты продает их дороже цены приобретения. Следует отметить, что для паевых инвестиционных фондов характерны длительные промежутки времени между покупкой и продажей активов, а не короткие спекулятивные операции.

Как и пайщик, управляющая компания заинтересована в максимальном увеличении доверенного ей капитала, поскольку размер ее вознаграждения согласно договору доверительного управления фиксируется именно как определенная часть (в процентах) прироста имущества инвестиционного фонда. Пайщик получает доход также от прироста стоимости своих инвестиционных паев, когда их продает по цене, выросшей относительно цены приобретения.

Паевое инвестирование – более рискованный вид вложений, нежели вклады в коммерческих банках. Тем более что по вкладу в одном российском банке на сумму до 700 тыс.

руб. Федеральным законом от 23.12.2003 № 177-ФЗ (ред. от 02.04.2014) «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» (с изм. и доп., вступ. в силу с 03.04.2014) [3] установлена государственная гарантия его возврата в случае неплатежеспособности банка-должника. Финансовый успех паевого инвестиционного фонда зависит от доходности ценных бумаг, в которые вложены деньги пайщиков. Если курсы ценных бумаг, в которые в данный период превращены деньги паевого инвестиционного фонда, растут, то растет и стоимость пая, если же их курсы падают – стоимость пая тоже будет снижаться. Очевидно, что выходить из паевого инвестиционного фонда пайщику следует в период роста экономики и позитивных настроений на рынке, чтобы свои инвестиционные паи продать по высокой цене, неблагоприятные ситуации желательно переждать во избежание отрицательного финансового результата.

Инвестиционный пай, как любая другая ценная бумага, удостоверяет права своего владельца. Прежде всего:

1. Право собственности пайщика на некоторую долю, часть общего имущества фонда. Эту часть невозможно выделить или представить в натуре, например, в каком-то определенном количестве ценных бумаг, денег или иного имущества, это – условная, идеальная доля. Поэтому пай не имеет номинальной стоимости, и количество паев инвестиционного фонда, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом.

2. Право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

3. Право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (при прекращении деятельности паевого инвестиционного фонда).

4. Если организован открытый паевой инвестиционный фонд, пай открытого паевого инвестиционного фонда удостоверяет еще и право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации. Данная компенсация пропорциональ-

на приходящейся на пай доле общего имущества, составляющего этот открытый паевой инвестиционный фонд. Право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации может быть реализовано в любой рабочий день, в этом «открытость» данного фонда.

5. Если создан интервальный паевой инвестиционный фонд, пай такого фонда удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации. Такая компенсация соразмерна приходящейся на пай доле общего имущества, составляющего этот паевой инвестиционный фонд. По требованию пайщика она должна выплачиваться не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом, поэтому фонд «интервальный».

6. Когда сформирован закрытый паевой инвестиционный фонд, пай этого фонда удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации. Размер компенсации пропорционален приходящейся на пай доле общего имущества, составляющего этот паевой инвестиционный фонд. Указанное право пайщик может реализовать только один раз, в день окончания деятельности закрытого паевого инвестиционного фонда. Еще пай такого фонда удостоверяет право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев и, если правилами доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот паевой инвестиционный фонд, еще и право на получение такого дохода.

Открытые паевые инвестиционные фонды в каждый рабочий день осуществляют выдачу и погашение паев. Чтобы пайщик получил обратно свои ранее вложенные деньги, оформляется его заявка на погашение паев, на основании которой управляющая компания продает часть имущества фонда, приходящуюся на погашаемые паи, практически выру-

ценные деньги пайщику выплачиваются в недельный срок. Денежные средства, выплачиваемые пайщикам интервальных и закрытых паевых инвестиционных фондов, управляющие компании получают аналогично, продавая ценные бумаги и иное имущество этих фондов на рынке покупателям, имеющим соответствующие экономические интересы.

Финансовая ценность инвестиционного пая, обуславливающая смысл его приобретения пайщиком, состоит в удостоверении этим паем требования пайщика к управляющей компании о выкупе пая. Здесь возникает реальный финансовый результат в виде разницы между выкупной ценой пая, соответствующей части стоимости имущества паевого фонда в день продажи, и ценой пая, соответствующей стоимости имущества фонда в день, когда деньги пайщика в инвестиционный фонд были вложены. Положение пайщика инвестиционного фонда очень похоже на статус участника общества с ограниченной ответственностью или члена производственного кооператива, которые при выходе из организации имеют право потребовать выплаты части стоимости имущества этой организации соразмерно имевшейся доле в уставном капитале. Поэтому инвестиционный пай можно относить к ценным бумагам участия, дающим право на получение доли в приросте стоимости некоего имущественного комплекса. Его американские прототипы – investment trust share (unit) и participation certificate (PC). Однако существенным отличием является то, что участник общества с ограниченной ответственностью или член производственного кооператива имеет право прекратить свое участие в организации в любое время, а пайщик может реализовать свое право в зависимости от типа инвестиционного фонда.

Паевой инвестиционный фонд объединяет в единый пул денежные средства пайщиков, за которые управляющая компания приобретает ценные бумаги и другие активы, разрешенные законодательством. Собственниками имущества паевого инвестиционного фонда являются сами пайщики, причем как физические, так и юридические лица. Каждый из них присоединяется к единому договору с управляющей компанией, которая осуществляет доверительное управление имуществом

фонда в интересах пайщиков и в рамках Федерального закона [5]. Еще эта деятельность регулируется нормативными актами Банка России в результате упразднения Федеральной службы по финансовым рынкам [4].

Инвестиционный пай закрепляет право на долю в общей, нераздельной собственности имущества фонда и одновременно удостоверяет обязательственно-финансовую связь с управляющей компанией, которой доверено управлять имуществом. Инвестиционный пай не относится к эмиссионным ценным бумагам, он выдается самой управляющей компанией, причем данная компания может быть заменена, чего никогда не бывает с эмитентами других бумаг. При этом, в отличие от других бумаг, инвестиционный пай вообще не предполагает наличия должника, пай не опосредует какой-то эквивалент в имуществе должника, который можно взыскать в погашение долга, он отражает только долю в имуществе фонда. В качестве компенсации за приобретенный инвестиционный пай его владелец в соразмерной части обладает правом общей собственности на имущественный комплекс.

Имущественный комплекс, однажды сформированный на средства пайщиков, предполагает бесконечную подвижность объединенных в нем денег и ценных бумаг (иного имущества). Динамика и изменчивость этого комплекса имущества необходима, поскольку и пайщики, и управляющая компания ожидают прироста, который возможен только в результате продаж тех или иных активов в удачное время, а также их повторных покупок по выгодным ценам на определенный срок. Данный имущественный комплекс соединяет в единый фонд объекты имущества (деньги, ценные бумаги и др.), которые «превращаются друг в друга» с течением времени. Здесь огромное значение приобретает само структурирование входящих в комплекс имущества денег и ценных бумаг в различных пропорциях, которое обеспечивает профессиональный управляющий (управляющая компания) с теми положительными финансовыми результатами, которые удовлетворяют пайщиков. Иначе они очень быстро «проголосуют рублем» при его некомпетентности, забрав свои деньги из фонда.

Профессиональный управляющий (управляющая компания) в обмен на свои знания и

практический опыт получает в управление довольно крупные активы, объединенные в фонд. Это позволяет, с одной стороны, зарабатывать прибыль активными операциями, в то же время большой размер инвестиционного фонда оставляет возможность использовать часть фондового имущества (денег, ценных бумаг, др.) для сглаживания потерь отдельных неудачных вложений. Чем больше размеры инвестиционного фонда, которым управляет профессиональный управляющий, тем выше премия, получаемая им за его услуги (large scale efficiency). Поэтому бесперебойное реинвестирование имущества, входящего в паевой инвестиционный фонд, является обязательным, это, в свою очередь, требует наделения профессионального управляющего правом распоряжаться имуществом фонда.

Гражданский кодекс РФ [2] в гл. 53 в этой связи устанавливает, что:

– доверительный управляющий вправе самостоятельно распоряжаться движимым имуществом (за исключением ценных бумаг), переданным ему в доверительное управление;

– доверительный управляющий вправе самостоятельно распоряжаться ценными бумагами и недвижимым имуществом, если это предусмотрено договором доверительного управления, который каждый пайщик заключает, присоединяясь к договору.

Паевое коллективное инвестирование обязательно предусматривает переход к профессиональному управляющему права распоряжаться имуществом фонда, иначе он не сможет осуществлять свою деятельность. Пайщик передает имущество профессиональному управляющему с целью приращения, что напоминает, например, передачу денег в кредит под проценты. Но, в отличие от отношений займа, управляющая компания не только не обязана возратить все ранее полученное имущество (сумму займа) с приростом (процент за кредит), но изначально избавлена от обязанности давать какие-нибудь гарантии инвестору. Порядок отношений пайщиков и управляющей компании обеспечивается только договором доверительного управления. В договоре не фиксируется четкий процентный доход от передачи имущества в управление, но предусматривается распределение дохода в пользу пайщика, который может за-

работать при текущей рыночной конъюнктуре управляющая компания, за это она тоже получает доход – часть от прироста имущества фонда.

Безусловно, пайщик инвестиционного фонда не имеет таких гарантий, как кредитор в отношении займа, но его относительно высокий риск покрывается, как правило, более высокой доходностью вложений.

К доверительному управлению имуществом, которое реализуется в деятельности паевого инвестиционного фонда, не может применяться модель отношений займа с процентами. И пайщик, и управляющая компания только рассчитывают получить прирост имущества фонда, но определить его точный размер, а также срок получения не имеется никакой возможности. В этой связи пайщик не может требовать какого-то фиксированного дохода (процента) на вложенные в фонд деньги, а управляющая компания не может его обещать, тем более гарантировать. Исполняя обязательство оказания услуг в пользу инвестора, управляющая компания действует в режиме максимального приложения усилий, но не в режиме обеспечения фиксированного результата. Профессиональный управляющий не может взять на себя такое фиксированное обязательство, причем получение паевым инвестиционным фондом минусового прироста или финансовых потерь (убытков) не означает, что профессиональный управляющий неправильно или плохо исполняет свои обязанности. Если управляющая компания действует в рамках обычных требований, которые существуют для подобного рода деятельности, считается, что ее обязанности по доверительному управлению исполняются надлежащим образом. Срок договора с ней не может превышать 15 лет.

Инвестиционные фонды зародились в США на основе коммерческого траста (unit investment trusts). В современной Великобритании существует аналогичный институт (unit trust scheme). По нашим оценкам, Франция выступает вторым после США национальным рынком коллективных паевых инвестиций, конкурируя в Европе только с Люксембургом, где в силу исторических традиций и налоговых предпочтений зарегистрировано множество управляющих компаний, которые реально ве-

дут свои операции в других странах Европы. Например, около 70 % таких компаний, действующих в Швейцарии, зарегистрировано в Люксембурге.

Таким образом, инвестиционный пай наделяет пайщика правами обязательно-финансовой природы, участием пайщика в коллективных инвестициях корреспондирует некоторый актив – идеальная доля в имуществе паевого фонда, удостоверенная бездокументарно.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гончаров, А. И. Акция как бездокументарная ценная бумага / А. И. Гончаров // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 5, Юриспруденция. – 2014. – № 2 (26). – С. 80–85.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ : (ред. от 28.12.2013) // Российская газета. – 1996. – 6 февр. (№ 23, 24) ; 7 февр. (№ 25) ; 8 февр. (№ 26) ; 10 февр. (№ 27).
3. Федеральный закон «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» от 23 декабря 2003 г. № 177-ФЗ : (ред. от 02.04.2014) // Российская газета. – 2003. – 27 дек. (№ 261).
4. Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ : (ред. от 01.07.2014) // Российская газета. – 2002. – 13 июля (№ 127).
5. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ : (ред. от

12.03.2014) // Российская газета. – 2001. – 4 дек. (№ 237–238).

#### REFERENCES

1. Goncharov A.I. Aksiya kak bezdokumentarnaya tsennaya bumaga [Share as Uncertificated Securities]. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya 5. Yurisprudentsiya* [Science Journal of Volgograd State University. Jurisprudence], 2014, no. 2 (26), pp. 80-85.
2. Grazhdanskiy kodeks Rossiyskoy Federatsii (Chast 2) 26.01.1996 № 14-FZ [The Civil Code of the Russian Federation (Part 2) of January 26, 1996 no. 14-FZ]. Red. ot 28 dekabrya 2013 g. *Rossiyskaya gazeta*, 1996, Febr. 6 (no. 23, 24); Febr. 7 (no. 25); Febr. 8 (no. 26); Febr. 10 (no. 27).
3. Federalnyy zakon “O strakhovanii vkladov fizicheskikh lits v bankakh Rossiyskoy Federatsii” 23.12.2003 № 177-FZ [The Federal Law “On the Insurance of Individual Deposits in the Banks of the Russian Federation” of December 23, 2003 no. 177-FZ]. Red. ot 2 aprelya 2014 g. *Rossiyskaya gazeta*, 2003, Dec. 27 (no. 261).
4. Federalnyy zakon “O Tsentralnom banke Rossiyskoy Federatsii (banke Rossii)” 10.07.2002 № 86-FZ [The Federal Law “On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)” of July 10, 2002 no. 86-FZ]. Red. ot 1 iyulya 2014 g. *Rossiyskaya gazeta*, 2002, July 13 (no. 127).
5. Federalnyy zakon “Ob investitsionnykh fondakh” 29.11.2001 № 156-FZ [The Federal Law “On the Investment Funds” of November 29, 2001 no. 156-FZ]. Red. ot 12 marta 2014 g. *Rossiyskaya gazeta*, 2001, Dec. 4 (no. 237-238).

## INVESTMENT SHARE AS THE CERTIFICATION OF RIGHT ON PROPERTY LOT IN THE FUND

**Goncharov Aleksandr Ivanovich**

Doctor of Juridical Sciences, Doctor of Economic Sciences, Professor,  
Department of Constitutional and Municipal Law, Department of Civil and International Private Law,  
Volgograd State University, Base Department of Southern Scientific Center  
of the Russian Academy of Sciences (SSC RAS)  
goncharova.sofia@gmail.com, kmp@volsu.ru, gpigp@volsu.ru  
Prosp. Universitetsky, 100, 400062 Volgograd, Russian Federation

**Abstract.** The author investigates share investment fund and its share, regulated by the acting Russian legislation as uncertificated securities. Share investment fund as the technology of professional trust control of the united monetary resources (property) of the investors association is intensively developing in Russia. Share investment fund represents the separate

complex of property, which is transmitted to the confidential management carried out by shareholders – the founders of the confidential management (this complex includes as well the property gain, obtained in the process of such management). Each shareholder agrees to unite their investments (property) with the property (money) of other founders of confidential management. The right on property lot in such fund is certified by securities, which is called investment share and assigned by managing company.

Investment share provides the right on the portion in the common, indivisible property of fund and simultaneously certifies the obligatory financial connection with the managing company, which is entrusted to administrate property. Investment share does not relate to issuable securities, it is provided by the very managing company; moreover, this company can be substituted, that never happens with the bodies issuing other documents. In this case, in contrast to other documents, the investment share does not assume the presence of debtor, the share does not intermediate some equivalent in the debtor's property, which can be recovered; it only reflects property lot in the fund. To compensate for the acquired investment share, its owner possesses the right of general property in the proportional part.

**Key words:** uncertificated securities, managing, shareholder, obligatory rights, property complex, property lot in the fund.